

# Active is: Compartir conocimiento

PARTE 2

¿Valor añadido o una mera herramienta de marketing?  
¿Qué suponen los factores ASG para la inversión?

La “sostenibilidad”, en el sentido más amplio del término, hace tiempo que dejó de ser un concepto nuevo para los inversores. Tras abordar en la primera parte de este estudio el cambio en los significados y la mayor importancia de la inversión sostenible, esta segunda parte ofrece una visión general de los estudios académicos acerca de esta cuestión.



**Hans-Jörg Naumer**  
Responsable global  
de mercados de  
capitales y análisis  
temáticos de Allianz  
Global Investors

¿Pueden la RSC y los factores ASG ofrecer valor añadido?

Más allá de enfoques de inversión individuales, la pregunta es: ¿es útil la RSC para las empresas? ¿Ofrece la “sostenibilidad” mejores rentabilidades a los inversores?

La cita de Milton Friedman que a menudo se menciona a la hora de abordar la RSC —y que habitualmente se critica— sobre que la única tarea de los gestores es que las empresas puedan generar mayor riqueza. De hecho, la RSC no es contraria necesariamente a esa generación de mayores beneficios.

**Active is: compartir conocimiento**

En el ámbito de las inversiones, la RSC y los factores ASG han demostrado claramente su potencial de ser elementos positivos en pruebas de plausibilidad (por ejemplo, descenso del riesgo con una mayor transparencia); esta aportación cuenta asimismo con el respaldo de numerosos estudios académicos.

“ASG” se refiere a factores medioambientales, sociales y de gobierno corporativo (por sus siglas en inglés). “RSC” se refiere a “responsabilidad social corporativa” (por sus siglas en inglés).

<sup>1</sup> Cf. M. Friedman: The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits, Milton Friedman, en: The New York Times Magazine, 13 de septiembre de 1970, <http://www.colorado.edu/studentgroups/libertarians/issues/friedman-soc-resp-business.html> (20/06/2016): “Managers only responsibility is to increase stakeholder’s wealth”.

Es verdad que adoptar la RSC en el proceso de una empresa puede elevar sus costes y, por tanto, rebajar la rentabilidad que ofrece; sin embargo, también puede reducir los costes de la empresa, minorar sus riesgos (que implican costes) y quizá contribuir a elevar tanto los recursos propios como los recursos ajenos. Los programas de protección sanitaria para empleados se traducen en menores costes por bajas. El aumento de la satisfacción de los trabajadores reduce la rotación de plantilla y reduce los costes de contratar y formar empleados, según este fundamento<sup>2</sup>. Invertir en protección medioambiental previene litigios sobre delitos de dicha índole y el riesgo para la reputación derivado de cuestiones medioambientales. Invertir en eficiencia energética reduce la demanda de energía y el coste de adquirir derechos de emisiones de CO<sup>2</sup>. La mejora de la calidad de los productos y de su seguridad potencia la fidelidad de los clientes y la capacidad de fijación de precios, reduciendo al mismo tiempo los costes que supone hacer frente a reclamaciones. La eliminación de los sobornos y la corrupción en general también puede reducir el número de órdenes, así como los perjuicios para la reputación cuando dichas prácticas pasan ganando notoriedad.

No debe pasarse por alto el riesgo de que los activos, conocidos como "activos obsoletos", pierdan todo su valor si dejan de resultar sostenibles y deben amortizarse<sup>3</sup>.

La prueba de plausibilidad también demuestra que la RSC puede facilitar la captación de capital, pues:

- El descenso de los riesgos y el aumento de la transparencia reducen los riesgos para los inversores, lo cual justifica una prima de riesgo inferior.

- Comunicar y observar criterios ASG coordina dirección e intereses de los accionistas, lo cual se torna especialmente evidente en lo referente a retribución. Este extremo reduce el denominado "dilema de agencia", que puede surgir entre la propiedad y el agente (el gestor). De este modo, se potencia la función de control del propietario.
- Los grupos de presión son muy conscientes de que las empresas pueden utilizar unas calificaciones ASG favorables para respaldar su búsqueda de fondos limitados en un entorno altamente competitivo. De hecho, determinados grupos de presión muy conocidos se han organizado para ejercer su poder mediante los flujos de los inversores. Algunos de ellos son Ceres, Carbon Disclosure Project, Global Reporting Initiative, Global Sustainable Investment Alliance, la Iniciativa para una Inversión Responsable de las Naciones Unidas y el Consejo de Normas de Contabilidad de Sostenibilidad. Proceden al respecto no invirtiendo directamente, sino utilizando normas y suscribiendo acuerdos voluntarios para orientar los flujos en una dirección concreta. La Iniciativa para una Inversión Responsable cuenta con cerca de 1.400 signatarios, con activos gestionados valorados en más de 45 billones de USD<sup>4</sup>.
- De hecho, un estudio de 41 países que se remonta hasta 2004 demuestra que el número de propietarios institucionales guarda una correlación positiva con la adherencia a prácticas de RSC<sup>5</sup>, lo cual indica que, cuanto mayor la representación institucional, mayor su capacidad de imponer prácticas de RSC a una empresa.

<sup>2</sup> Correlación confirmada, entre otros, por cf. A. Edmans: Does the stock market fully value intangibles? Employee satisfaction and equity prices: Journal of Financial Economics, 101. Jg. (2011), H. 3, p. 621–640

<sup>3</sup> Cf. sobre esta cuestión: <http://www.smithschool.ox.ac.uk/searchprogrammes/stranded-assets/>

<sup>4</sup> A marzo de 2015

<sup>5</sup> Cf. I. J. A. Dyck et al.: Do Institutional Investors Drive Corporate Social Responsibility? International Evidence; 2015



## ¿Qué efecto imprimen los factores ASG en las inversiones?

Pero ¿cómo afectan los factores ASG a las inversiones de capital? Aunque reduzca los costes de captación de fondos al reducir el riesgo de inversión con una mayor transparencia, ¿podrían los factores ASG resultar perjudiciales para los inversores desde el punto de vista de la rentabilidad financiera? La rentabilidad, en este caso, debe abordarse ajustada por el riesgo. Si los criterios ASG se integran en enfoques de inversión existentes, pueden ofrecer información adicional sobre riesgos de inversión que podrían desatenderse durante un proceso convencional de selección de valores.

## ¿Qué tienen que decir los estudios acerca de los mercados de capitales?

La abundancia de estudios dedicados a la RSC / los factores ASG puede dividirse, en general, en los que analizan el impacto de la RSC desde el punto de vista de la empresa y en los que abordan el efecto potencial sobre la rentabilidad para los inversores.

Los estudios que se centran en el éxito corporativo analizan el tema de la rentabilidad financiera. Es decir, ¿implica la RSC una mejora de la rentabilidad financiera corporativa (RFC), contradiciendo el supuesto de que únicamente implica costosas medidas que podrían mermar el beneficio corporativo? Los análisis de cartera utilizan la rentabilidad de las inversiones basadas en factores ASG, es decir, el resultado directo para el inversor.

## Desde el punto de vista de la empresa: RSC y RFC

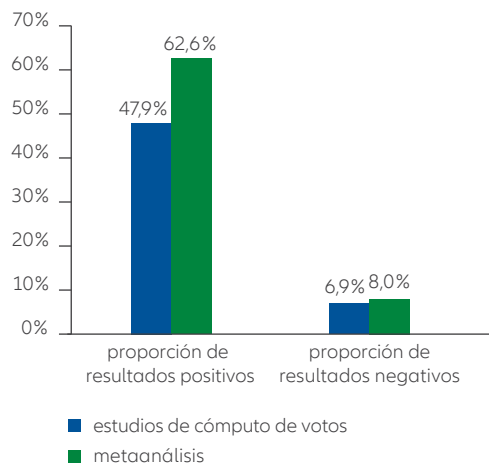
En un análisis de 251 estudios empíricos realizados entre 1972 y 2007, Margolis et al. llegaron en un primer momento a una conclusión bastante defensiva. Los resultados de las empresas que recomendaron abrazar la RSC “no vieron mermado el valor para los accionistas”, sino que, más bien, se vieron favorecidas, ligeramente, pero aun así en un grado significativo desde el punto de vista estadístico<sup>6</sup>. Los autores concluyeron que, en estudios más recientes, el efecto positivo resultó abrumador.

El estudio aparentemente más amplio —y fácilmente el más actual— sobre la correlación entre factores ASG y la rentabilidad financiera corporativa lo realizaron Friede et al.<sup>7</sup>. Este metaanálisis abordó 2.200 estudios desde la década de 1970 hasta la actualidad, incluidos los datos primarios y secundarios de dichos estudios y hallaron, en un número elevadísimo de casos (aproximadamente, en el 90% de los estudios), una correlación no negativa. En torno al 60% de los estudios hallaron una relación claramente positiva entre la RSC y el rendimiento social corporativo, es decir, una influencia positiva en los resultados corporativos. Menos del 10% de los estudios detectaron una correlación negativa<sup>8</sup>.

Friede et al. realizaron una distinción entre los denominados “estudios de cómputo de votos”, en que los metaestudios a los que se referían contaban únicamente los resultados de estudios primarios (“positivos”, “negativos” y “neutrales”) y metaanálisis que se referían a las estimaciones econométricas subyacentes de los estudios primarios, que agregaron en un análisis general. Sin embargo, ambos enfoques analíticos llegaron a la misma conclusión, con desviaciones entre cada clase de activos<sup>9</sup>. Los estudios de cómputo de votos detectaron una correlación positiva entre los factores ASG y la rentabilidad financiera de bonos y activos inmobiliarios significativamente superior que en el caso de la renta variable, si bien el análisis se centraba en la renta variable<sup>10</sup>.

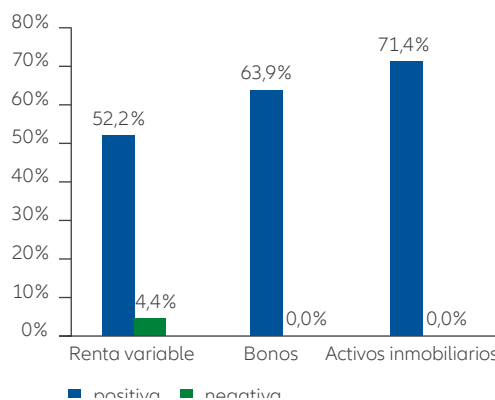
## Gráfico 1: ¿Qué nos dicen los documentos técnicos sobre los factores ASG? Los factores ASG pueden imprimir un efecto sustancial en la rentabilidad de la inversión

### Relación ASG-CFP, visión sintética



### La relación ASG-CFP difiere entre clases de activos

#### Relación ASG-CFP en las principales clases de activos (frecuencia de correlación en estudios de cómputo de votos)



Fuente: Gunnar Friede, Timo Busch y Alexander Bassen (2015): ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies, Journal of Sustainable Finance & Investment, 5:4, 210 – 233. Datos a diciembre de 2015.

<sup>6</sup>“Corporate Social Performance doesn't destroy shareholder value”, cf. J. D. Margolis, H. A. Elfenbein, J. P. Walsh: Does it Pay to Be Good... And Does it Matter? A Meta-Analysis of the Relationship between Corporate Social and Financial Performance, en: SSRN Electronic Journal (2009)

<sup>7</sup> Cf. G. Friede, T. Busch, A. Bassen: ESG and financial performance. Aggregated evidence from more than 2000 empirical studies, en: Journal of Sustainable Finance & Investment, 5. Jg. (2015), H. 4, p. 210 – 233

<sup>8</sup> Para conocer la importancia de los factores ESG para la inversión, consulte también: S. Hörter, ESG in Investment Grade Corporate Bonds, Allianz Global Investors, 2016; y S. Hörter, ESG in Equities, Allianz Global Investors, 2015

<sup>9</sup> Cf. también: G. Friede, T. Busch, A. Bassen: Impact of ESG factors on the performance of firm investments, en: AbsolutImpact, 01 / 2016

<sup>10</sup> El análisis engloba 334 estudios, incluidos 291 estudios de renta variable, 36 de bonos y 7 de activos inmobiliarios.



### Cuanto más débil el marco jurídico, mayor la importancia de los factores ASG

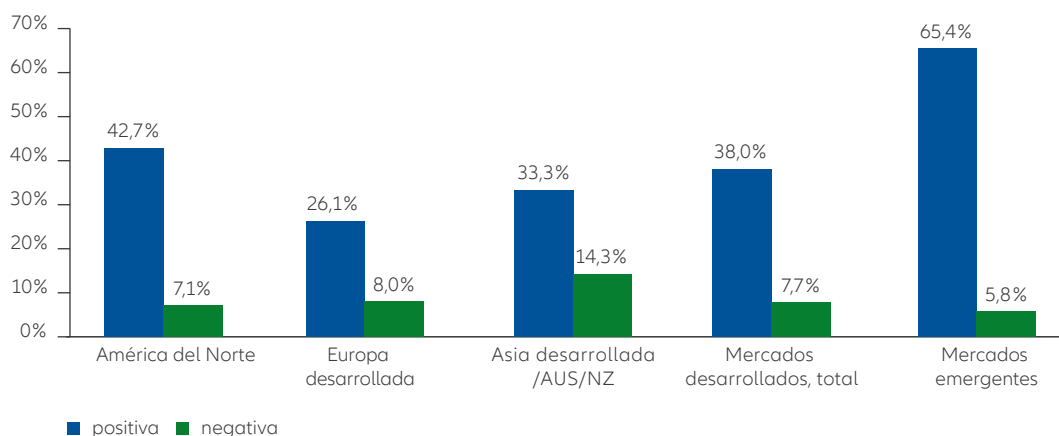
Por países, las economías emergentes mostraron, con diferencia, la correlación más positiva entre los factores ASG y el CSP. Es algo que es de esperar, pues la protección de los derechos de los inversores es menor en las economías emergentes que en las economías industrializadas, por lo que las medidas voluntarias en torno a los factores ASG son las que más contribuyen a reducir los riesgos para los inversores. Dicho extremo coincide con la conclusión de Friede et al. de que el gobierno corporativo es el componente más destacado de los factores ASG. También cabe destacar, en este contexto, el hecho de que la mayoría de los estudios científicos detectaron una contribución positiva en economías emergentes<sup>11, 12</sup>.

### Desde el punto de vista del inversor

Desde el punto de vista del inversor, la revisión de la investigación de Friede et al. llega a una conclusión menos contundente, pero aun así positiva. Al abordar la cuestión de si los factores ASG también potencian la rentabilidad de la inversión para los inversores, exponen que solo el 10% de los estudios detectaron una correlación negativa entre la RSC y la rentabilidad de la inversión. Sin embargo, el número de estudios que detectaron un resultado neutral o heterogéneo es mayor que en los estudios realizados desde el punto de vista de las empresas. El número de estudios que concluyen inequívocamente que existe una relación positiva es menor, del entorno del 16% de los estudios de cartera. Cabe destacar, sin embargo, que las conclusiones se encuentran sesgadas por el hecho de que las carteras se asignen en función de enfoques de inversión ampliamente diferentes.

### Gráfico 3: Invertir en renta variable de mercados emergentes con calificaciones ASG elevadas se traduce en una rentabilidad mayor

Relación ASG-CFP en diversas regiones (frecuencia de correlación en estudios de cómputo de votos)

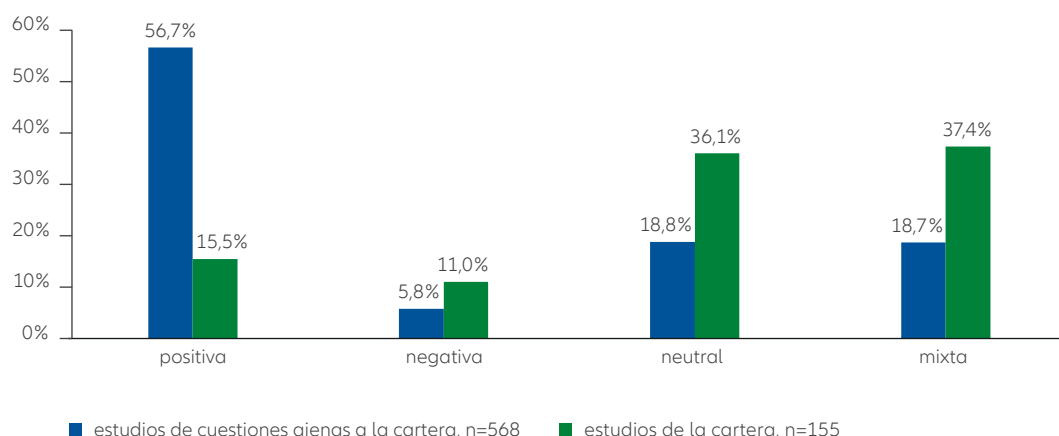


Fuente: Gunnar Friede, Timo Busch y Alexander Bassen (2015): ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies, *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 5:4, 210 – 233. Datos a diciembre de 2015.

<sup>11</sup> c11 cf. R. LaPorta, F. López-de-Silanes, A. Schleifer y R. Vishny, Legal Determinants of External Finance, en: *The Journal of Finance*, vol. LII, núm. 3, julio de 1997  
<sup>12</sup> cf. K. Gugler, D. C. Mueller, B. B. Yurtoglu: Corporate Governance and Globalization, en: *Oxford Review of Economic Policy*, 20. Jg. (2004), H. 1, p. 129–156; cf.: The Impact of Corporate Governance on Investment Returns in Developed and Developing Countries\*, en: *The Economic Journal*, 113. Jg. (2003), H. 491, F511-F539

## Gráfico 4: ¿Demuestran las carteras ASG una rentabilidad relativa positiva o negativa significativa?

ASG y CFP en función de una muestra de la cartera y cuestiones ajenas a la cartera (frecuencia de correlación en estudios de cómputo de votos)



Fuente: Gunnar Friede, Timo Busch y Alexander Bassen (2015): ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies, Journal of Sustainable Finance & Investment, 5:4, 210 – 233. Datos a diciembre de 2015.

En conjunto, Friede et al. concluyen de su valoración integral de estudios sobre factores ASG que una inversión responsable a largo plazo es importante para todos los “inversores racionales” a la hora de cumplir sus deberes fiduciarios.

### Active is: compartir conocimiento

La RSC y los factores ASG ofrecen valor añadido a los inversores y las observaciones demuestran que este valor añadido consiste no solamente en un “plus” de sostenibilidad, sino también de rentabilidad. Por tanto, la mayor prominencia de las inversiones sostenibles no debería considerarse una herramienta de marketing, pues queda demostrado que dichas inversiones contribuyen muy positivamente a las inversiones de capital.

### Hans-Jörg Naumer

#### Pie de imprenta

Allianz Global Investors GmbH  
Bockenheimer Landstr. 42 – 44  
60323 Fráncfort del Meno (Alemania)

Hans-Jörg Naumer (hjn), Stefan Scheurer (st)

Origen de los datos, si no se indica lo contrario:  
Thomson Financial Datastream.



Allianz Global Investors  
[www.twitter.com/AllianzGI\\_DE](https://www.twitter.com/AllianzGI_DE)

Junio de 2017

Las inversiones en instituciones de inversión colectiva conllevan riesgos. Las inversiones en instituciones de inversión colectiva y los ingresos obtenidos de las mismas pueden variar al alza o a la baja dependiendo de los valores o estimaciones en el momento de la inversión y, por tanto, Usted podría no recuperar su inversión por completo. La información recogida en este documento tiene carácter meramente informativo y no forma parte de, ni constituye, una oferta, solicitud o recomendación de venta o de compra de ningún producto de Allianz Global Investors GmbH. La información contenida en el presente documento está sujeta a cambio sin previo aviso y es correcta en la fecha de su publicación; no obstante, no se ofrece garantía de la exactitud, integridad, actualización, exhaustividad o adecuación de la misma. En consecuencia, Allianz Global Investors GmbH no será responsable de ningún daño, directo o indirecto, que pueda producirse como consecuencia del uso de dicha información o de errores u omisiones de la misma, salvo en caso de negligencia grave o dolo. Esto es material publicitario emitido por Allianz Global Investors GmbH, [www.allianzgi.com](http://www.allianzgi.com), con domicilio social en Bockenheimer Landstrasse 42-44, 60323 Fráncfort/M, supervisada por la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. Allianz Global Investors GmbH tiene una Sucursal en España, con domicilio en Serrano 49, 28001 Madrid que está inscrita en el Registro de la Comisión Nacional del Mercado de Valores con el número 10. No está permitida la duplicación, publicación o transmisión de su contenido, independientemente de la forma. 676561